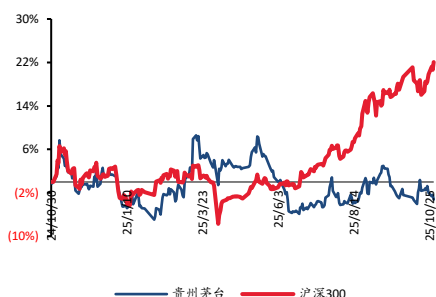


贵州茅台: Q3 主动降速, 奠定健康发展基石

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.52/12.52
总市值/流通(亿元)	17,931.26/17,931.26
12 个月内最高/最低价(元)	1,667.11/1,400.00

相关研究报告

<<贵州茅台: 业绩符合预期, 茅台酒表现稳健>>—2025-08-14

<<贵州茅台: 2024 年顺利收官, 2025 年理性增长行稳致远>>—2025-04-03

<<贵州茅台: 业绩符合预期, 全年目标有望达成>>—2024-10-28

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 林叙希

电话:

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件:2025H1 公司实现营业总收入 1309.04 亿元, 同比增长 6.32%; 实现归母净利润 646.27 亿元, 同比增长 6.25%, 扣非归母净利润 646.81 亿元, 同比增长 6.42%。2025Q3 公司实现营业总收入 390.64 亿元, 同比增长 0.56%; 归母净利润 192.24 亿元, 同比增长 0.48%, 扣非归母净利润为 192.90 亿元, 同比增长 0.95%。

茅台酒表现稳健, 系列酒承压。分产品看, 2025Q1-3 茅台酒/系列酒收入分别为 1105.14/178.84 亿元, 同比+9.28%/-7.78%; 其中 2025Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 349.24/41.22 亿元, 同比+7.26%/-34.01%, 三季度消费承压下茅台酒突显韧性, 系列酒跟随行业大盘回调。分渠道看, 2025Q1-3 直销/批发代理分别实现营收 555.6/728.4 亿元, 同比+6.9%/+6.3%; 其中 2025Q3 直销/批发代理分别实现营收 155.5/235.0 亿元, 同比-14.9%/+14.4%, 其中 i 茅台实现营收 19.31 亿元, 同比-57.24%, 主因非标以及系列酒下滑较大。分区域看, 2025Q1-3 国内/国外市场收入分别为 1245.05/38.93 亿元, 同比+6.38%/+11.79%, 其中 2025Q3 国内/国外市场收入分别为 380.45/10.00 亿元, 同比+1.38%/-21.81%, 2025Q3 国外收入占比为 2.56%, 同比-0.73pct。2025Q1-3 国内/国外经销商分别增加 182/17 家, 其中增加的 205 家经销商均为系列酒经销商, 减少 23 家。

盈利能力相对稳定, 合同负债环比提升。2025Q1-3 公司毛利率为 91.29%, 同比-0.24pct, 其中 2025Q3 毛利率 91.28%, 同比+0.23pct。2025Q1-3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.77%/3.42%/4.29%, 同比-0.40/-0.02/-0.51pct, 其中 2025Q3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 16.84%/3.06%/4.64%, 同比+0.66/-1.02/-0.35pct, 费用率有所下降。2025Q1-3 公司净利率为 52.08%, 同比-0.11pct, 其中 2025Q3 净利率为 50.97%, 同比-0.14pct。2025Q3 销售收现 437.1 亿元, 同比+2.6%, 经营性现金流净额 250.8 亿元, 同比+221.5%。截至 2025Q3 末合同负债 77.5 亿元, 环比/同比+22.4/-21.82 亿元。

投资建议:根据公司 2025Q3 业绩以及近期动销情况, 我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为 5.7%/5.7%/5.1%, 归母净利润增速分别为 5.9%/5.5%/5.0%, EPS 分别为 72.89/76.93/80.79 元, 对应当前股价 PE 分别为 20x/19x/18x, 给予“增持”评级。

风险提示:食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174,144	184,092	194,542	204,362

营业收入增长率(%)	15.66%	5.71%	5.68%	5.05%
归母净利(百万元)	86,228	91,277	96,335	101,176
净利润增长率(%)	15.38%	5.86%	5.54%	5.02%
摊薄每股收益(元)	68.64	72.89	76.93	80.79
市盈率(PE)	22.20	19.64	18.61	17.72

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,070	59,296	84,083	106,229	131,940
应收和预付款项	109	2,030	1,392	1,545	1,762
存货	46,435	54,343	58,256	63,550	67,203
其他流动资产	109,558	136,057	139,537	139,538	139,540
流动资产合计	225,173	251,727	283,269	310,862	340,445
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	4	8	9	11	12
固定资产	19,909	21,871	22,745	23,466	24,130
在建工程	2,137	2,150	2,113	2,087	2,064
无形资产开发支出	8,790	8,949	9,797	10,529	11,201
长期待摊费用	160	152	156	156	156
其他非流动资产	241,698	265,815	297,995	325,618	355,241
资产总计	272,700	298,945	332,816	361,866	392,805
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	3,093	3,515	3,780	4,137	4,366
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	45,950	53,418	60,774	61,821	63,494
负债合计	49,043	56,933	64,554	65,958	67,860
股本	1,256	1,256	1,252	1,252	1,252
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	213,043	230,485	253,307	277,391	302,685
归母公司股东权益	215,669	233,106	255,933	280,017	305,311
少数股东权益	7,988	8,905	12,329	15,891	19,634
股东权益合计	223,656	242,011	268,262	295,908	324,945
负债和股东权益	272,700	298,945	332,816	361,866	392,805

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	66,593	92,464	101,092	98,337	105,608
投资性现金流	-9,724	-1,785	-7,846	-3,939	-4,014
融资性现金流	-58,889	-71,068	-68,461	-72,251	-75,882
现金增加额	-2,019	19,610	24,787	22,146	25,712

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	184,092	194,542	204,362
营业成本	11,981	13,895	14,877	16,196	17,126
营业税金及附加	22,234	26,926	28,290	29,016	29,879
销售费用	4,649	5,639	5,962	5,918	6,016
管理费用	9,729	9,316	9,575	9,545	9,826
财务费用	-1,790	-1,470	-1,505	22	876
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	34	9	107	111	102
公允价值变动	3	61	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	126,852	133,785	140,524
其他非经营损益	-46	-50	-55	-48	-50
利润总额	103,663	119,639	126,797	133,737	140,474
所得税	26,141	30,304	32,096	33,839	35,555
净利润	77,521	89,335	94,700	99,898	104,919
少数股东损益	2,787	3,107	3,423	3,562	3,743
归母股东净利润	74,734	86,228	91,277	96,335	101,176

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	91.96%	91.93%	91.76%	91.52%	91.46%
销售净利率	50.60%	50.46%	50.53%	50.46%	50.45%
销售收入增长率	18.04%	15.66%	5.71%	5.68%	5.05%
EBIT 增长率	17.89%	15.96%	6.05%	6.76%	5.68%
净利润增长率	19.16%	15.38%	5.86%	5.54%	5.02%
ROE	34.65%	36.99%	35.66%	34.40%	33.14%
ROA	27.41%	28.84%	27.43%	26.62%	25.76%
ROIC	34.02%	36.39%	34.83%	33.72%	32.45%
EPS (X)	59.49	68.64	72.89	76.93	80.79
PE (X)	29.01	22.20	19.64	18.61	17.72
PB (X)	10.05	8.21	7.01	6.40	5.87
PS (X)	14.68	11.20	9.93	9.39	8.94
EV/EBITDA (X)	20.22	15.43	13.39	12.38	11.53

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。